

2025年8月26日
TCL 电子(1070.HK)

显示中高端落地+创新双轮驱动业绩超预期

事件：TCL 电子 2025 年上半年实现营收 547.8 亿港元，同比+20.4%；归母净利润 10.9 亿港元，同比+67.8%；经调整归母净利润 10.6 亿港元，同比+62.0%，三大核心指标均显著跑赢全球消费电子行业平均增速，超市场预期。利润增速大幅高于营收增速，核心得益于两方面：一是产品结构持续向高毛利的高端倾斜（如 Mini LED TV、大吋 TV 占比提升），二是费用端精细化管理见效，整体费用率同比下降 1.0 个百分点至 11.5%，规模效应与效率提升共同推动盈利弹性释放。

报告摘要

显示业务中高端战略落地。作为核心基本盘，显示业务上半年实现收入 334.2 亿港元（同比+10.9%），占总营收 61.0%，其中大吋显示（TV 业务）贡献核心增量。TCLTV 全球出货 1346 万台（同比+7.6%），全球品牌 TV 出货量排名稳居前二（行业数据参考 Omdia），市占率同比提升 0.9 个百分点至 14.2%，销售额市占率提升 1.1 个百分点至 13.2%，在前十大品牌中市占率提升幅度最大，印证产品竞争力与全球化渠道布局的有效性。Mini LED TV 全球出货 137 万台（同比+176.1%），75 吋及以上大吋 TV 出货量同比高增，大吋业务毛利率同比提升 0.5 个百分点至 15.9%，产品结构升级成效显著。

光伏高增引领，多赛道打开成长空间。创新业务上半年收入 198.8 亿港元（同比+42.4%），占总营收比重提升至 36.3%，成为公司业绩增长的核心驱动力。其中光伏业务表现最为亮眼，上半年收入 111.4 亿港元（同比+111.3%），毛利率 9.64%（同比小幅下降 0.62 个百分点），根据中国国家能源局的数据，在国内光伏新增并网装机量同比+106.5%的行业红利下，公司通过“相对轻资产”模式深化渠道合作，累计工商签约项目超 290 个、经销商超 2380 家、签约农户近 28 万户，同时稳步探索海外市场（欧洲已实现产品落地），为后续增长奠定基础。智能连接与智能家居业务上半年收入 8.97 亿港元，毛利率同比提升 3.5 个百分点至 23.6%，其中 AR/XR 眼镜赛道成果显著——雷鸟创新推出 3 款 AI 眼镜新品，斩获京东、天猫双平台冠军，印证公司在 AI+消费电子融合领域的领先布局。全品类营销（空调、冰洗等）上半年收入 78.4 亿港元（同比+1.2%），依托显示业务的全球品牌与渠道协同，稳步扩大市场份额。

互联网业务高毛利属性凸显，海外变现能力提升。互联网业务上半年收入 14.6 亿港元（同比+20.3%），毛利率维持 54.4%的高水平（同比+0.5 个百分点），核心得益于海外业务突破，期间公司深化与 Google、Roku、Netflix 等国际巨头合作，完成 TCL Channel 全面升级，实现内容本地化与优质内容占比提升，累计用户超 3930 万，自有内容平均消费时长翻倍；国内市场聚焦 TV 端 AI 交互升级（如“灵控桌面 3.0”）与超高清内容建设（时长超 3 万小时），用户体验与变现能力持续优化，成为稳定的利润贡献板块。

费用管控带动整体盈利能力提升。2025 年上半年，TCL 电子费用管控呈现“整体优化、结构分化”的特征：核心运营费用（销售及分销、研发）费率同比下降，体现规模效应与效率提升；行政支出增长但不影响整体管控目标，最终推动整体费用率下降 1.0 个百分点至 11.5%，为归母净利润同比+67.8%的高增长提供了关键支撑。

投资建议：公司 2025 年上半年业绩超预期，中高端+创新双轮驱动逻辑清晰，财务稳健性与成长潜力兼具。短期看，Mini LED TV 与光伏业务的高增长有望持续推动业绩兑现；长期看，AI+AR/XR 等新赛道布局打开第二增长曲线，全球化品牌势能进一步提升。我们预计公司 2025/2026 年经调整净利润为 22.2 亿/26.5 亿港元（此前预估为 19.0 亿/24.5 亿），基于当前业绩表现与行业趋势，我们参考同类公司估值，按照 2025/2026 年的 13.0x/11.0x 预估市盈率，给予公司每股目标价为

公司动态分析

证券研究报告

TMT 硬件

投资评级：买入

维持评级

6 个月目标价 11.5 港元

股价 2025-8-25 9.7 港元

总市值(百万港元)	24,453.1
流通市值(百万港元)	24,453.1
总股本(百万股)	2,520.9
流通股本(百万股)	2,520.9
12 个月低/高(港元)	4.26/10.69
平均成交(百万港元)	84.7

股东结构

TCL 实业	54.8%
Zeal Limited	13.7%
其他	31.5%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.3	-16.5	66.1
绝对收益	3.1	-6.0	112.7

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

alexwang@sdicsi.com.hk

11.5 港元（此前为 9.1 港元），较最近收市价有 18.6% 的上升空间，维持“买入”评级。

风险提示 宏观经济下行，显示业务产品不达预期，家电市场消费竞争加剧，地缘政治负面风险等。

财务及估值摘要

12月31日年结；港币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78,986.1	99,322.0	116,329.0	129,102.7	137,618.2
增长率 (%)	10.7%	25.7%	17.1%	11.0%	6.6%
毛利率 (%)	17.3%	15.7%	15.5%	16.0%	16.1%
经调整归母净利润	802.7	1,605.8	2,217.8	2,645.6	2,938.8
增长率 (%)	14.0%	100.1%	38.1%	19.3%	11.1%
净利润率 (%)	0.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%
市盈率	30.5	15.2	11.0	9.2	8.3
市净率	1.41	1.21	1.14	1.08	1.01

数据来源：公司公告，国证国际预测

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表						
12月31日年终：港币百万元						12月31日年终：港币百万元						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78,986.1	99,322.0	116,329.0	129,102.7	137,618.2	货币资金	9,390.9	10,736.9	23,294.8	25,668.0	27,318.3	28,889.7
营业成本	(65,312.3)	(83,768.0)	(98,350.0)	(108,459.9)	(115,526.7)	应收账款及票据	13,154.4	19,006.0	19,367.8	22,684.2	25,175.0	26,835.6
毛利	13,673.8	15,554.0	17,979.0	20,642.8	22,091.6	其他应收款	9,019.7	10,143.7	9,932.2	11,632.9	12,910.3	13,761.8
其他收入	1,809.4	1,959.8	2,093.9	2,323.8	2,477.1	存货	9,837.3	12,211.5	17,564.2	20,621.7	22,741.5	24,223.2
销售费用	(6,817.7)	(7,504.1)	(8,492.0)	(9,424.5)	(10,046.1)	其他流动资产	2,157.5	1,414.2	1,414.2	1,414.2	1,414.2	1,414.2
管理费用	(4,013.0)	(4,145.1)	(4,885.8)	(5,422.3)	(5,780.0)	流动资产合计	43,559.9	53,512.3	71,573.2	82,021.0	89,559.3	95,124.6
研发费用	(2,327.0)	(2,335.1)	(2,442.9)	(3,098.5)	(3,302.8)	长期股权投资	1,669.3	1,353.8	1,467.7	1,584.0	1,713.1	1,850.7
其他支出	(243.6)	(294.4)	(590.1)	(650.8)	(693.2)	投资物业	545.8	544.5	544.5	544.5	544.5	544.5
金融资产减值	(138.7)	(47.7)	1.0	1.0	1.0	固定资产	2,738.6	2,384.3	3,063.0	3,154.3	3,233.5	3,298.9
营业利润	1,943.2	3,187.6	3,663.1	4,371.6	4,747.6	其他非流动资产	6,588.1	6,981.5	6,981.5	6,981.5	6,981.5	6,981.5
财务费用		(786.9)	(814.3)	(1,007.0)	(1,073.4)	非流动资产合计	11,541.9	11,264.1	12,056.7	12,264.4	12,472.6	12,675.6
投资损益	90.5	113.9	116.3	129.1	137.6	资产总计	55,101.8	64,776.5	83,629.8	94,285.3	102,032.0	107,800.2
除税前溢利	1,148.2	2,514.5	2,965.1	3,493.7	3,811.8	短期借款	4,433.6	4,922.8	4,887.3	3,887.3	3,887.3	3,387.3
所得税	(321.4)	(666.0)	(769.3)	(874.3)	(902.0)	应付账款及票据	18,946.8	24,008.2	34,531.6	40,542.8	44,710.4	47,623.5
净利润	826.8	1,848.5	2,195.9	2,619.4	2,909.7	其他流动负债	13,157.3	16,604.6	23,882.9	28,040.3	30,922.7	32,937.5
少数股东损益	83.2	89.1	(22.0)	(26.2)	(29.1)	流动负债合计	36,537.7	45,535.6	63,301.8	72,970.3	79,520.3	83,948.3
归母净利润	743.6	1,759.4	2,217.8	2,645.6	2,938.8	长期借款	1,029.5	888.8	192.8	92.8	(7.2)	(107.2)
一次性收益	(59.1)	153.5	-	-	-	其他非流动负债	660.6	1,045.9	1,045.9	1,045.9	1,045.9	1,045.9
扣非归母净利润	802.7	1,605.8	2,217.8	2,645.6	2,938.8	非流动负债合计	1,690.1	1,934.8	1,238.8	1,138.8	1,038.8	938.8
						负债总计	38,227.8	47,470.4	64,540.6	74,109.1	80,559.1	84,887.0
						股本	2,499.8	2,507.6	2,507.6	2,507.6	2,507.6	2,507.6
						储备	13,960.4	14,200.1	17,069.3	18,178.2	19,501.0	20,970.4
						少数股东权益	417.4	598.4	694.0	672.1	645.9	616.8
						股东权益合计	16,877.7	17,306.1	20,270.9	21,357.8	22,654.4	24,094.8
						负债及股东权益合计	55,105.4	64,776.5	84,811.4	95,466.9	103,213.5	108,981.8
主要财务比率												
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	30.5	15.2	11.0	9.2	8.3	现金流量表	12月31日年终：港币百万元					
P/B (x)	1.41	1.21	1.14	1.08	1.01							
Dividend yield (%)	1.6%	3.3%	4.5%	5.4%	6.0%	税前列利润	835.5	1,148.2	2,514.5	2,965.1	3,493.7	3,811.8
Gross margin (%)	17.3%	15.7%	15.5%	16.0%	16.1%	财务费用	(668.7)	(885.5)	(786.9)	(814.3)	(1,007.0)	(1,073.4)
Net margin (%)	0.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	折旧和摊销	(827.7)	(713.8)	(558.9)	(408.6)	(420.8)	(434.6)
SG&A/sales (%)	13.7%	11.7%	11.5%	11.5%	11.5%	投资收益	89.8	90.5	113.9	116.3	129.1	137.6
Effective tax rate (%)	16.5%	20.9%	21.0%	20.0%	19.0%	所得税支出	(281.6)	(321.4)	(666.0)	(769.3)	(874.3)	(902.0)
ROE (%)	4.4%	9.4%	10.7%	12.0%	12.6%	经营性营运资金变动	(724.0)	97.9	(12,298.8)	(2,094.0)	(1,162.0)	(934.1)
ROA (%)	1.2%	2.4%	2.5%	2.7%	2.8%	经营活动现金流合计	1,365.0	1,603.3	15,379.3	5,396.5	5,080.1	5,214.3
Total asset to equity ratio (x)	3.74	4.13	4.41	4.50	4.47	投资活动现金流合计	(771.6)	21.6	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
Dividend payout ratio (%)	50%	50%	50%	50%	50%	融资活动现金流合计	(2,236.3)	(246.3)	(2,321.4)	(2,523.2)	(2,929.8)	(3,142.8)
						净现金流	(1,642.9)	1,378.6	12,557.9	2,373.2	1,650.3	1,571.4

数据来源：国证国际研究预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持—预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性—预期未来 6 个月的投资收益率为-5%至 5%;
- 减持—预期未来 6 个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来 6 个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010